

Spett.le **Banca D'Italia**
Servizio Regolamentazione e Analisi
Macroprudenziale,
Divisione Regolamentazione II
Via Delle Quattro Fontane 121/123,
00184 – Roma

Milano, 11 luglio 2026

OGGETTO: Documento di consultazione contenente le disposizioni della Banca d'Italia per l'attuazione della direttiva (UE) 2024/927 e di alcune novità introdotte dal d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, di attuazione della delega della Legge Capitali

Nel rispondere all'invito a formulare osservazioni al documento di consultazione in oggetto (la **"Consultazione"**), l'Associazione desidera anzitutto ringraziare codesta rispettabile Autorità per l'opportunità concessa ed esprimere il proprio apprezzamento per le proposte di regolamentazione, con particolare riferimento alla disciplina degli strumenti di gestione della liquidità e del passaporto dei depositari, ambiti sui quali vengono condivise talune riflessioni emerse anche dalle interlocuzioni con i propri Associati.

L'Associazione ha accolto con favore le novità introdotte dalla Direttiva (UE) 2024/927 (di seguito, **"AIFMD2"**), che è intervenuta su alcune previsioni delle direttive in materia di gestione collettiva del risparmio con l'obiettivo di garantire una maggiore armonizzazione tra le discipline nazionali e di eliminare vincoli eccessivamente onerosi per gli operatori. Le previsioni della normativa di implementazione – prima il TUF e ora il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015 (di seguito, **"RGCR"**) in Consultazione – appaiono coerenti con gli obiettivi dell'AIFMD2 e offrono ai gestori una cornice regolamentare più chiara e definita, a maggior tutela degli investitori.

In proposito, con la presente risposta alla Consultazione, si sottopongono alcune proposte di chiarimento rispetto alla formulazione attuale di talune previsioni, al fine di evitare dubbi interpretativi nel mercato.

Commercializzazione

Il RGCR fornisce una definizione sostanziale di commercializzazione che comprende espressamente, nella nuova formulazione, sia la forma diretta che quella indiretta, e che copre

tanto le attività svolte dal gestore in proprio quanto quelle svolte da terzi per conto dello stesso.

La distinzione tra attività di commercializzazione (che non costituisce delega) e deleghe di funzioni gestionali è coerente con l'impianto MiFID II/IDD, ma rimane problematica nei casi in cui il distributore non si limiti al mero collocamento degli OICR, svolgendo altresì attività di consulenza precontrattuale avanzata (ad es. profilatura, valutazioni di appropriatezza/adequatezza, gestione delle richieste di rimborso) per conto del gestore. In tali ipotesi, il confine tra distribuzione e delega di funzioni diventa sfumato, e la norma non fornisce criteri di qualificazione per le fattispecie "ibride".

Si chiede, pertanto, di specificare esplicitamente che i distributori devono agire "per proprio conto" affinché la commercializzazione non configuri una delega, così da delimitare con precisione il perimetro della regola di esclusione e confermare che i distributori devono operare in piena autonomia.

Resta fermo che la commercializzazione delle quote o azioni degli OICR gestiti svolta da uno o più distributori che agiscono per conto proprio non è considerata delega ai sensi delle norme attuative delle direttive AIFMD e UCITS quando le quote o azioni degli OICR sono commercializzati in conformità con le norme di recepimento della direttiva MiFID II o attraverso prodotti di investimento assicurativo in conformità con le norme di recepimento della direttiva IDD, a prescindere da eventuali accordi di distribuzione tra il gestore autorizzato e il distributore.

Strumenti di gestione della liquidità (LMT)

Nel recepire l'AIFMD2, il TUF attribuisce alla Banca d'Italia il potere di disciplinare con regolamento i requisiti in materia di gestione della liquidità, inclusi gli strumenti di gestione della liquidità (*liquidity management tools*, "LMT"), per gli OICR aperti, riservati e non riservati a investitori professionali.

Comunicazione alla Banca d'Italia

Come noto, la gestione della liquidità dipende dalle tipologie di attività, dalla natura degli investitori, dalle strategie di investimento, dai mercati e dalle eventuali restrizioni giuridiche o contrattuali previste dai regolamenti dei fondi. L'utilizzo dei singoli LMT varia in funzione delle circostanze concrete e della natura, delle dimensioni e della strategia di investimento di ciascun fondo. Alcuni LMT, come lo «*swing pricing*», sono tuttavia impiegati dai principali operatori sia in condizioni di mercato ordinarie sia in situazioni di *stress*. Non può allora non rilevarsi una certa complessità operativa insita nell'obbligo di segnalare ogni singolo utilizzo di tali strumenti alla Banca d'Italia, come richiesto – ancorché con tempistiche differenziate – dalla Sezione VIII, Capitolo III, Titolo V del RGCR.

In particolare, il paragrafo 4 della Sezione VIII, Capitolo III, Titolo V del RGCR prevede che il gestore italiano o UE che gestisce un OICVM italiano e il GEFIA italiano che gestisce FIA aperti, italiani o esteri, comunichino alla Banca d'Italia: *tempestivamente, l'attivazione o disattivazione*

di ciascun LMT di cui al paragrafo 1, numeri da 2 a 8 [i.e. restrizioni al rimborso (gates); proroga dei termini di preavviso (extension of notice period); commissioni di rimborso; oscillazione dei prezzi (swing pricing); doppia tariffazione (dual pricing); prelievo antidiluizione (anti-dilution levy); rimborsi in natura (redemption in kind)], con riferimento, rispettivamente, all'OICVM italiano ovvero al FIA aperto italiano o estero gestito, quando tale attivazione o disattivazione sia effettuata secondo modalità che non rientrano nel normale svolgimento dell'attività previsto dal regolamento o dallo statuto dell'OICR.

Almeno con riguardo allo «swing pricing», si ritiene che il gestore dovrebbe essere esentato dall'obbligo di comunicazione, risultando eccessivamente oneroso dover valutare e, quindi, comunicare l'attivazione dello strumento quando le modalità non rientrano nel normale svolgimento dell'attività previsto dal regolamento o dallo statuto dell'OICR. Restando ferma la capacità di illustrare a posteriori, su richiesta della Banca d'Italia, il fattore di oscillazione applicato, in linea con le Linee Guida ESMA. Si propone pertanto di eliminare tale obbligo di comunicazione.

Strutture master-feeder

Il nuovo RGCR prevede che il gestore dell'OICR master che attiva/disattiva LMT **ne informi** preventivamente l'OICR feeder; il gestore del feeder può decidere di attivare/disattivare a sua volta LMT propri.

Si prega di chiarire su chi grava l'onere di comunicare alla Banca d'Italia l'attivazione/disattivazione degli LMT nelle strutture *master-feeder*, coordinando il paragrafo 6, Sezione III, Capitolo VI, Titolo V con il paragrafo 4 della Sezione VIII, Capitolo III, Titolo V del RGCR.

Regime dei depositari transfrontalieri

L' AIFMD2 consente ai gestori di FIA stabiliti negli Stati membri, al ricorrere di determinate condizioni, di avvalersi di servizi di depositari a livello transfrontaliero. Il TUF, come modificato dal decreto di recepimento dell'AIFMD2, e il RGCR permettono ai depositari italiani di operare in modalità *cross-border*, previa comunicazione alla Banca d'Italia da effettuarsi almeno 60 giorni prima dell'avvio dell'operatività transfrontaliera come depositario di FIA UE.

La comunicazione preventiva include informazioni su: identificazione del FIA; LMT previsti (se FIA aperto); regime applicabile; gestore; contratto; conflitti di interesse; processi operativi (verifica NAV, limiti di investimento, record keeping, sottoscrizioni e rimborsi, flussi di cassa, istruzioni del gestore); sistemi IT; deleghe e outsourcing; esiti della due diligence sul gestore. Il livello di dettaglio richiesto – che comprende SLA, KPI e KRI per le deleghe e una valutazione del livello di rischio del gestore – appare di difficile standardizzazione e l'aggiornamento particolarmente oneroso rispetto alla frequenza imposta dal dinamismo dei rapporti operativi.

L'obbligo di comunicare tempestivamente “ogni modifica rilevante” richiede un presidio organizzativo permanente di difficile gestione, in particolare per strutture con portafogli multi-FIA e multi-giurisdizione.

Si propone di riformulare il paragrafo 3 della Sezione V, Titolo VIII, Capitolo I al fine di snellire gli obblighi imposti al depositario transfrontaliero in caso di modifica delle informazioni trasmesse.